

## 中国法律框架下的“公募”与“私募”

作者: 韩炯 / 傅轶

就证券<sup>1</sup>的发行方式而言,一般可以分为“公募(Public Offering)”与“私募(Private Placement)”两类。2005年修订的《中华人民共和国证券法》(“《证券法》”)对此有了比较清晰的界定。然而,考虑到目前中国证券种类和范围的越来越广泛,在更大范围界定公募和私募具有相当重要的现实意义。

### “公募”与“私募”的基本内涵及几组相关概念

#### ➤ 证券与“公募”和“私募”

“公募”与“私募”是证券发行的两种基本方式,《证券法》上并未直接采用这样的术语。一般而言,公募指向不特定对象公开发行证券的方式;而私募是指指向特定对象以非公开方式发行证券的方式。但除了《证券法》外,我国目前金融市场中的证券的概念本身便不明确。

#### ➤ 《证券法》项下的公开发行与非公开发行

我国《证券法》中明确规范的证券类型是股票和公司债券,政府债券、基金的发行适用其他法律法规;至于其他证券衍生品种的发行,《证券法》授权由国务院依照《证券法》的原则规定,可见《证券法》规范证券的发行应当包括“公开发行”与“非公开发行”两类。

《证券法》规定,有下列情形之一的,为“公开发行”: (一)向不特定对象发行证券; (二)向特定对象发行证券累计超过二百人; (三)法律、行政法规规定的其他发行行为。《证券法》对“公开发行”的界定,与1993年国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》不同。<sup>2</sup>从上述规定推断,《证券法》中的“非公开发行”应当针对特定的对象,且人数在二百人以下。同时,《证券法》明确规定非公开发行证券,“不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式”。

If you would like an English version of this publication, please contact:

**Lily Han:** (86 21) 6881 8100 - 6609  
[Publication@linksllaw.com](mailto:Publication@linksllaw.com)

如您需要了解我们的出版物,请与下列人员联系:

韩东红: (86 21) 6881 8100 - 6609  
[Publication@linksllaw.com](mailto:Publication@linksllaw.com)

通力律师事务所  
[www.linksllaw.com](http://www.linksllaw.com)

## 中国法律框架下的“公募”与“私募”

《证券法》对于证券发行的“公募”与“私募”下了一个基本定义，但并未对“非公开发行”证券作出进一步具有操作性的具体规定。《证券法》仅规定“上市公司非公开发行新股，应当符合经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的条件，并报国务院证券管理机构核准。”但对非上市公司非公开发行股票、债券，《证券法》以及相关证监会的规范也未树立任何框架性的规范。由于上市公司本身地位的特殊性(如信息披露义务)，其非公开发行股票(比如通过定向增发引进战略投资者)的规则也较难对于其他证券的非公开发行具有指导意义。

### ➤ 定向募集

“定向募集”的用法最早可参考 1993 年国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》。该条例第 11 条规定了定向募集公司申请公开发行的特定条件。

定向募集股份有限公司是指不向社会公开发行股票，只对法人和公司内部职工募集股份的股份有限公司。国家经济体制改革委员会曾对内部职工持股专门发布了一个文件，规定定向募集的内部职工持股由体改部门批准后方可实施。职工内部持股符合私募的一些基本特征，向特定对象、以非公开方式发行，是最早进入规范调整的证券私募方式，也是在特定条件下出现的特殊私募现象。目前审批机关已经不再审批定向募集股份有限公司。

### ➤ 定向发行

在国务院各部委发布的规章及规范性文件中，“定向发行”往往是一种与“公开发行”相对应的发行方式。比如《证券公司债券管理办法》规定，证券公司债券经批准可以向社会公开发行，也可以向合格投资者定向发行。

## 私募的行业实践

尽管法律层面上私募规范始终空白，但我们可以在市场中找到私募或与之相近的概念和实践，比如证券公司发行债券、信托公司的集合资金信托计划推介发行、银行发行的金融债券。

### ➤ 证券公司定向发行债券

根据证监会 2004 年修订的《证券公司债券管理暂行办法》，证券公司债券经批准可以向社会公开发行，也可以向合格投资者定向发行。债券的定向发行只能面向合格投资者，所谓合格投资者指“自行判断具备投资债券的独立分析能力和风险承受能力，且须为依法设立的法人或投资组织、按照规定和公司章程可从事债券投资，且注册资本在 1000 万元以上或者经审计的净资产在 2000 万元以上。”

### ➤ 集合资金信托

## 中国法律框架下的“公募”与“私募”

集合资金信托在很大程度上也可视为一种有别于公开发行的募集方式，在一定程度上符合私募的特征。

根据现行的《信托公司集合资金信托计划管理办法》，信托公司设立的单个信托计划，投资者须为合格投资者。所谓合格投资者，是指能够识别、判断和承担信托计划相应风险的人，包括投资金额最低不少于 100 万元人民币的自然人、法人或者依法成立的其他组织；或者个人或其家庭金融资产总计在认购时超过 100 万元人民币；或者个人年收入在最近 3 年均超过 20 万元，或夫妻双方合计的年收入在最近 3 年均超过 30 万元。在投资者人数方面，机构投资者数量不受限制，自然人投资者人数不能超过 50 人(在现行的《信托公司集合资金信托计划管理办法》出台前，集合信托计划的人数限制为 200 人(包括机构和个人))。同时，信托公司在进行信托计划推介时，不得进行公开营销宣传或委托非金融机构进行推介。

### ➤ 金融债券

金融债券和商业银行次级债也可以采取定向发行的方式。但这两类债券并非《证券法》意义上的公司债券。金融债券是由中国的金融机构法人在全国银行间债券市场发行、按约定还本付息的有价证券。商业银行次级债是商业银行发行的、本金和利息的清偿顺序列于商业银行其他负债之后、先于商业银行股权资本的债券，也在全国银行间债券市场发行。

以金融债券私募为例，根据《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》，金融债券定向发行，其发行对象仅限于承销商和分销对象。承销商指符合人民银行有关规定认定资格的金融机构，而分销对象指境内中资银行、中资商业保险公司、农村信用合作社等经人民银行批准的机构投资者。保险公司是商业银行次级债的主要投资者之一。

### ➤ “私募基金”

“私募基金”在法律上并没有一个明确的界定。《基金法》第 101 条规定，基金管理公司或者国务院批准的其他机构，向特定对象募集资金或者接受特定对象财产委托从事证券投资活动的具体管理办法，由国务院根据《基金法》的原则另行规定。据我们所知，国务院尚未出台相关行政法规调整私募基金的运作，但目前市场中已有信托公司联手专业私募基金管理公司通过发行资金信托计划来募集私募基金的实践。

## 总结

基于上述分析，我们可从以下几个方面来考察公募和私募：

### ➤ 监管部门

## 中国法律框架下的“公募”与“私募”

目前几乎全部的公开募集产品均由证监会监管，但是“私募”却由不同的监管部门(主要包括证监会、银监会和人民银行)依据涉及的不同金融机构和金融产品进行规范，从而在一定程度上造成私募规范很难统一建立，因此是否需要或可能制定相对统一而规范的私募规范值得探讨。

### ➤ 合格投资者的定义

相对公募所面对的社会公众而言，私募面对的是相对具有一定成熟度的投资者，但是对于不同产品的不同风险而言，什么构成合格投资者的条件，尤其是对于个人投资者的条件则较难制定或者由于市场条件的变化而需要不断调整。

### ➤ 人数限制

可以看到投资者人数限制并不是本文中所讨论各类私募所必备的条件之一，但《证券法》规定了 200 人的人数限制，之前信托投资计划 200 人的限制转到目前自然人投资者的 50 人限制，该等限制一定程度上限制了私募的规模和影响，并为一些机构通过一些手段予以规避。

### ➤ 推介手段

私募区别于公募的另一主要方面是是否可以公开的宣传推广活动，但是在今天各类市场营销(包括网上等新媒介营销)空前发展的经济活动中，如何对于私募可以开展的推广活动进行界定存在很大的疑问，例如广告本身是否可以发布的问题。

### ➤ 信息披露的要求

对于公募产品而言，信息披露要求明确而严格。而对于私募产品则指定怎样的信息披露监管要求，还是留有投资者之间根据不同的情况进行协商判定需要法律法规制定基本的指导。

## 中国法律框架下的“公募”与“私募”

如需进一步信息, 请联系:

上海	北京
<b>韩炯</b> 电话: (86 21) 6881 8100 - 6618 Christophe.Han@linkslaw.com	<b>陈巍</b> 电话: (86 10) 6655 5050 - 1022 Way.Chen@linkslaw.com
<b>陈臻</b> 电话: (86 21) 6881 8100 - 6613 Grant.Chen@linkslaw.com	

本文发表于《中国法律透视》2008年1-2月刊。

- 1 本文中所提及的证券有广义和狭义之分, 其中狭义的证券指《中华人民共和国证券法》项下规定的证券。
- 2 《股票发行与交易管理暂行条例》所定义的“股票公开发行”, 是指发行人通过证券经营机构向发行人以外的社会公众就发行人的股票作出的要约邀请、要约或者销售行为。